

世运电路（603920.SH）

智驶与 AI 算力需求增长，产品结构快速优化

优于大市

核心观点

营收同比增长 11%，产品结构优化推动盈利能力提升。公司 2024 年实现营收 50.22 亿元 (YoY +11.13%)，归母净利润 6.75 亿元 (YoY +36.17%)，毛利率 23.09 (YoY +1.77pct)。1Q25 公司实现营收 12.17 亿元 (YoY +11.33%, QoQ -9.60%)，归母净利润 1.80 亿元 (YoY +65.61%, QoQ -6.25%)。公司归母净利润同比快速增长主要系：1) 公司通过导入高附加值产品，优化产品结构，产品平均单价提高；2) 公司海外销售占比较高，收入以美元结算，汇兑收益增加；3) 公司以募集资金进行现金管理以及以自有资金进行委托理财，获得理财收益。

汽车电子领域，高端新品顺利交付推动产品结构优化。2024 年，公司汽车新产品量产交付顺利，其中汽车用高速 3 阶、4 阶 HDI 和 HDI 软硬结合板实现量产，主要应用于美国和韩国知名汽车智能驾驶和车联网领域；耐离子迁移电高压厚铜 PCB 实现量产，可应用于新能源汽车能量管理系统和高压快充充电桩等。此外，在自动驾驶方面，公司紧跟成功研发了自动驾驶 77GHz 毫米波雷达 PCB、4D 高精度毫米波雷达 PCB 及自动驾驶服务器 PCB 等。

AI 算力需求增长，公司服务器领域新品量产顺利。2024 年，公司开拓高频高速高层高阶 PCB 业务取得进展，云端数据中心、AI 大算力模组、边缘计算等高多层超低损 PCB 已实现量产，已实现 28 层 AI 服务器用线路板、24 层超低损耗服务器和 5G 通信类 PCB 的量产，并且在高多层 PCB 制作中成功应用精密 HDI 和传统高多层混压技术、超准层间对位偏差管控技术、高精度背钻技术、高速高频信号特性和损耗控制技术等。目前公司已通过 OEM 方式进入了多个国际头部客户供应链。

募投项目进展顺利，产能有序扩张。公司于 2020 年筹划了年产 300 万平方米线路板新建项目。项目分三期开发，项目一期对应产能 100 万 m²，是公司发行可转换公司债券的募投项目，目前产能稳步爬坡中；二期对应产能为 150 万 m²，通过向特定对象发行股票的方式募集资金建设，预计 2025 年开始投产；项目三期对应产能为 50 万平方米，将按照后续客户订单需求推进。项目完全达产后，公司鹤山本部的产能将提升至 700 万平方米。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司盈利水平提升超出此前预期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.7、10.6、12.3 亿元 (25-26 年前值为 7.3、8.2 亿元)，同比增长 28.6%、21.9%、16.5%，对应当前市值 PE 为 20/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,519	5,022	6,393	7,784	9,288
(+/-%)	2.0%	11.1%	27.3%	21.8%	19.3%
净利润(百万元)	496	675	868	1058	1233
(+/-%)	14.2%	36.2%	28.6%	21.9%	16.5%
每股收益(元)	0.92	0.94	1.20	1.47	1.71
EBIT Margin	12.6%	13.9%	14.2%	14.2%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	10.4%	12.6%	14.2%	15.3%
市盈率 (PE)	26.0	25.6	19.9	16.3	14.0
EV/EBITDA	17.6	19.3	16.4	14.0	12.5
市净率 (PB)	3.93	2.66	2.50	2.32	2.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

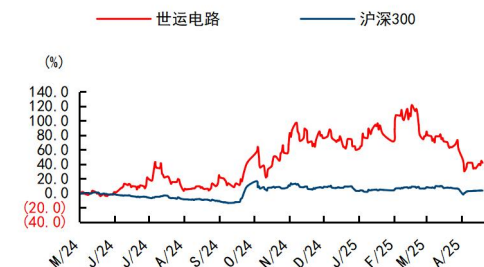
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.33 元
总市值/流通市值	18247/18247 百万元
52 周最高价/最低价	40.83/16.05 元
近 3 个月日均成交额	930.50 百万元

市场走势

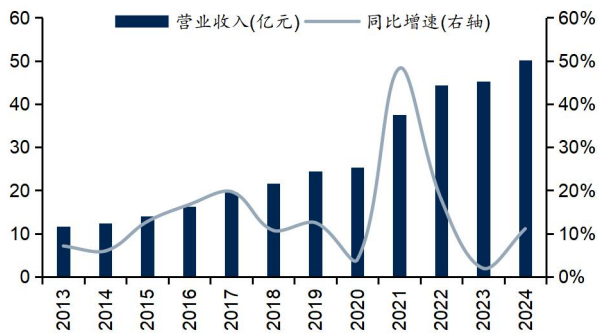


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

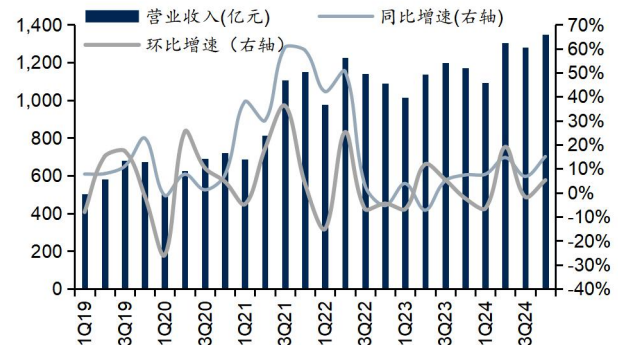
《世运电路（603920.SH）-1H24 业绩同比高增，汽车 PCB 核心供应商》——2024-07-10

图1: 营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



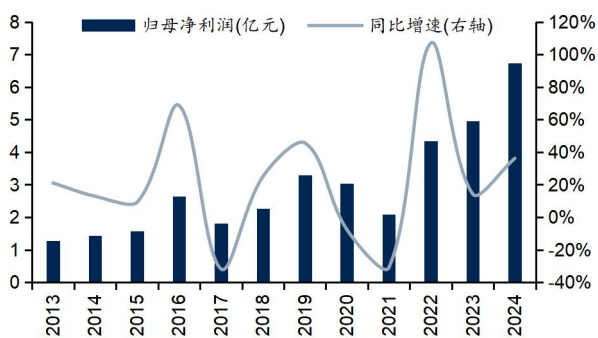
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



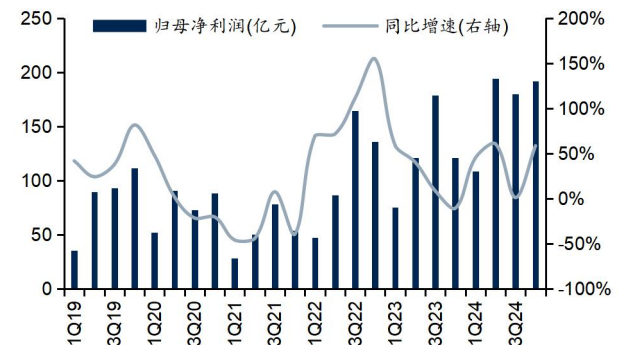
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



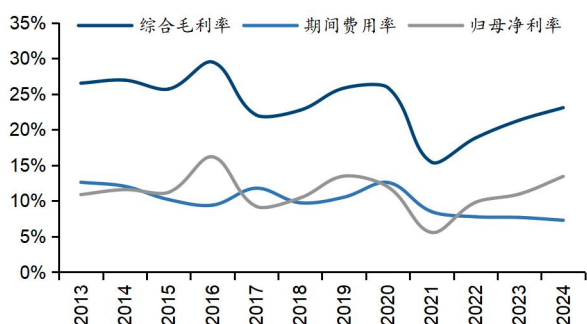
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



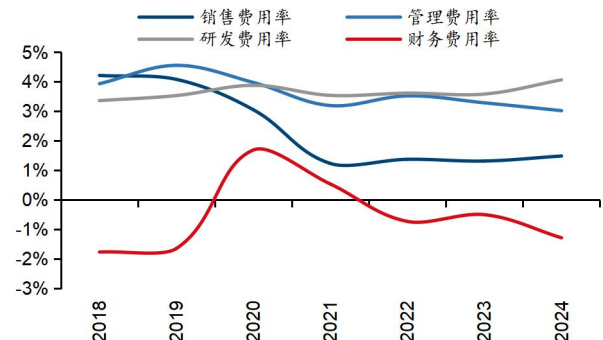
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 毛利率、净利率、费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 各项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1950	1932	1804	2147	2607	营业收入	4519	5022	6393	7784	9288
应收款项	1303	1415	1802	2194	2617	营业成本	3555	3863	4890	5963	7151
存货净额	422	548	707	867	1044	营业税金及附加	24	33	35	45	55
其他流动资产	132	2725	2760	2797	2838	销售费用	59	75	86	105	125
流动资产合计	3807	6621	7074	8004	9106	管理费用	148	152	208	245	289
固定资产	2397	2206	2437	2453	2473	研发费用	162	204	265	320	377
无形资产及其他	57	146	140	134	128	财务费用	(23)	(65)	(31)	(38)	(46)
其他长期资产	50	16	16	16	16	投资收益	2	26	5	11	14
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(51)	(43)	(1)	1	0
资产总计	6310	8989	9668	10608	11724	其他	7	19	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	116	439	242	266	315	营业利润	551	762	960	1171	1366
应付款项	1286	1493	1927	2362	2846	营业外净收支	(3)	(23)	(9)	(12)	(14)
其他流动负债	153	225	291	356	428	利润总额	548	740	951	1160	1351
流动负债合计	1555	2157	2459	2983	3589	所得税费用	81	102	131	160	186
长期借款及应付债券	1064	0	0	0	0	少数股东损益	(29)	(37)	(48)	(58)	(67)
其他长期负债	167	149	129	84	57	归属于母公司净利润	496	675	868	1058	1233
长期负债合计	1231	149	129	84	57	现金流量表（百万元）					
负债合计	2786	2306	2588	3067	3646	净利润	467	638	820	1000	1165
少数股东权益	249	212	164	107	39	资产减值准备	50	50	3	2	4
股东权益	3275	6471	6915	7434	8039	折旧摊销	322	317	303	344	379
负债和股东权益总计	6310	8989	9668	10608	11724	公允价值变动损失	(1)	(7)	(2)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	47	(13)	(31)	(38)	(46)
每股收益	0.92	0.94	1.20	1.47	1.71	营运资本变动	343	51	(98)	(130)	(108)
每股红利	0.61	0.48	0.61	0.75	0.87	其它	211	(47)	28	36	42
每股净资产	6.09	9.00	9.60	10.32	11.16	经营活动现金流	1438	988	1023	1210	1431
ROIC	11%	13%	17%	20%	23%	资本开支	(232)	(298)	(529)	(353)	(393)
ROE	15%	10%	13%	14%	15%	其它投资现金流	(62)	(2505)	0	0	0
毛利率	21%	23%	24%	23%	23%	投资活动现金流	(294)	(2803)	(529)	(353)	(393)
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%	14%	权益性融资	57	1848	18	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	19%	19%	18%	负债净变化	12	(71)	0	0	0
收入增长	2%	11%	27%	22%	19%	支付股利、利息	(330)	(344)	(442)	(539)	(628)
净利润增长率	14%	36%	29%	22%	17%	其它融资现金流	(166)	317	(198)	24	50
资产负债率	48%	28%	28%	30%	31%	融资活动现金流	(427)	1750	(622)	(515)	(578)
息率	1.9%	2.0%	2.6%	3.1%	3.6%	现金净变动	728	(19)	(128)	342	460
P/E	26.0	25.6	19.9	16.3	14.0	货币资金的期初余额	1221	1949	1930	1802	2144
P/B	3.9	2.7	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	1949	1930	1802	2144	2604
EV/EBITDA	17.6	19.3	16.4	14.0	12.5	企业自由现金流	918	670	460	814	990
						权益自由现金流	765	915	289	871	1080

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032